

СТАВКА КАПІТАЛІЗАЦІЇ ДЛЯ ОЦІНЮВАННЯ ДЕВЕЛОПЕРСЬКИХ ПРОЕКТІВ В УМОВАХ КРИЗИ

© Калиніченко Ю.В.2011

Будь-який інвестор, вкладаючи кошти у девелоперський проект, прагне отримати дохід на вкладений капітал та його відшкодування. Дохід на капітал за своєю сутністю є компенсацією цінності грошей, які вкладені в об'єкт інвестиції. На розмір доходу впливають час, ризик та інші умови, при яких здійснено інвестиції.

Ставка капіталізації, яка використовується при оцінюванні проекту шляхом застосування доходного підходу, містить у собі дві складові: норму доходу на інвестований капітал (власний та/або позичковий) та норму його повернення.

З теорії інвестиційного аналізу відомо, що норму доходу на інвестований капітал можна визначити як функцію ризиків:

$$Y = f(Y_{rf}, r_1, \dots, r_2, \dots, r_i, \dots, r_n), \quad (1)$$

де Y_{rf} – безризикова ставка (англ. – risk-free rate);

r – ризик; i – номер ризику, $i = \overline{1, n}$ n – кількість ризиків.

Одним з можливих способів конкретизації функціональної залежності (1), який найчастіше використовується вітчизняними оцінювачами, є застосування методу кумулятивної побудови (англ. – build-up approach). Сутність методу полягає в додаванні відсоткових складових (премій), що відображують додаткові ризики, які притаманні об'єкту інвестицій, що оцінюється, до норми доходу на інвестиції, які, в порівнянні з іншими, вважаються безризиковими.

З теорії інвестиційного аналізу відомо, що норму доходу на інвестований капітал можна визначити як функцію ризиків. У теорії оцінювання досить поширеним є підхід до трактування ризику як імовірності недоотримання доходу під впливом дії певних факторів, від яких залежить фінансовий результат вкладення інвестицій в об'єкт оцінювання. На нашу думку, суттєвим недоліком такого підходу до визначення ризику є недооцінювання реальної вартості інвестиційно-інноваційних проектів в умовах невизначеності, що завжди супроводжує вкладення коштів у впровадження науково-технічних інновацій, особливо на сучасному етапі соціально-економічного розвитку України. Чим більша невизначеність, тим більші ризики, вища ставка капіталізації (дисконтування) і, відповідно, нижча вартість проекту. Інвестор, вкладаючи гроші в більш ризиковані проекти, вимагає більш високої компенсації (премії) за ризик. В умовах кризи ризики вкладення грошей в девелоперські проекти, пов'язані в першу чергу з тим фактом, що невідомо, як будуть змінюватися ціни на будівельні матеріали і відповідні витрати на будівництво, невідома динаміка цін на рухомість. Проте, сам факт підвищення ризиків, пов'язаним з певним проектом, не означає автоматичного підвищення його доходності. Адекватне співвідношення між доходністю інвестицій та ризиком даних інвестицій, справедливе лише для сформованого ринку, коли інвестор може вибрати між декількома альтернативними проектами, кожен з яких характеризується своїм ступенем ризику.

В умовах кризи ринок виходить зі стану рівноваги. Доходність інвестицій в будівництво знизилася на фоні зниження загальної доходності бізнесу і, відповідно, зниження доходності альтернативних інструментів інвестування. Одночасно зросли ризики не тільки інвестицій в девелоперські проекти, а і ризики інвестицій, які можуть розглядатися, як альтернативні. З огляду на цей факт, інвестор змушений погоджуватися на більш низький рівень доходності при більш високих ризиках.